

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**O CONFLITO ENTRE OS INTERESSES DE CURTO PRAZO DOS INVESTIDORES  
INSTITUCIONAIS E OS INTERESSES DE LONGO PRAZO DOS ACIONISTAS**

*A sua relação com a sustentabilidade da empresa*

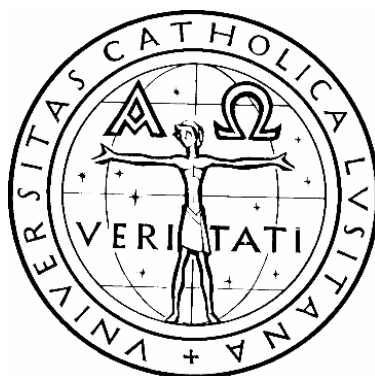
Joana dos Santos Rodrigues Soares dos Reis

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2020





UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**O CONFLITO ENTRE OS INTERESSES DE CURTO PRAZO DOS INVESTIDORES  
INSTITUCIONAIS E OS INTERESSES DE LONGO PRAZO DOS ACIONISTAS**

*A sua relação com a sustentabilidade da empresa*

Joana dos Santos Rodrigues Soares dos Reis

*Sob a orientação de*

PROFESSOR DOUTOR ARMANDO TRIUNFANTE

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2020

## RESUMO

A presença cada vez mais forte dos investidores institucionais no mercado justifica que se apreciem as consequências que dela resultam, não só para o sistema, como para a sociedade no geral. Sem prejuízo das vantagens que estes investidores trouxeram para o mercado, *maxime* a facilitação de financiamento, é certo que há registo de desfechos desastrosos resultantes da política de atuação destas entidades.

O presente estudo centrará a sua atenção, num primeiro momento, na contextualização do leitor na esfera dos efeitos negativos advindos da política de investimento de curto prazo. Num segundo momento, abordará o ativismo acionista, o qual é apontado, pela doutrina, como uma potencial solução para a prevenção desses mesmos efeitos. Finalmente, num terceiro ponto, refletirá sobre soluções alternativas avançadas pela doutrina nacional e internacional.

***Palavras-chave:*** investidor institucional, acionista minoritário, ativismo acionista, *short-termism*, envolvimento a longo prazo, ação de lealdade

## ABSTRACT

The increasing presence of institutional investors in the market justifies the weighting of the consequences that result from it, not only for the system, but for society in general. Notwithstanding the advantages that these investors have brought to the market, for instance in providing an alternative to bank financing, it is certain that there are records of disastrous outcomes for which the investment policy of these entities are held accountable.

The present study focuses, at first, on the reader's contextualization in the negative effects arising from the short-term investment policy. Further, it addresses shareholder activism, which is pointed out as a potential solution for the prevention of those same effects. Finally, the study reflects on alternative solutions that national and international doctrine have thought through.

***Keywords:*** institutional investor, minority shareholder, shareholder activism, long-term engagement, loyalty share



## ÍNDICE

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS .....	8
INTRODUÇÃO .....	9
<b>CAPÍTULO I – A REALIDADE ATUAL DA ESTRUTURA ACIONISTA E DO MERCADO – O FENÓMENO DE <i>SHORT-TERMISM</i></b> .....	10
1. A sociedade anónima e os seus subtipos .....	10
1.1. As sociedades abertas e as sociedades cotadas .....	11
2. Tipos de acionistas .....	13
2.1. Acionista maioritário e acionista minoritário .....	13
2.2. Conflitos de agência.....	14
2.3. A estrutura acionista atual.....	16
2.4. O investidor institucional .....	16
3. <i>Short-termism</i> : por que razão é uma ameaça? .....	18
<b>CAPÍTULO II – O ATIVISMO ACIONISTA ENQUANTO POTENCIAL SOLUÇÃO PARA COMBATER O <i>SHORT-TERMISM</i></b> .....	22
1. “Pequeno” acionista e ativismo acionista .....	22
2. O voto por correspondência nas sociedades anónimas.....	23
2.1. Nas sociedades anónimas fechadas .....	23
2.2. Nas sociedades anónimas abertas .....	25
3. Investidor institucional e ativismo acionista.....	27
3.1. <i>Free-riding problem</i> .....	28
4. Ativismo acionista como solução? .....	29

### **CAPÍTULO III – OUTRAS SOLUÇÕES APONTADAS PARA O COMBATE AO *SHORT-***

<b><i>TERMISM</i></b> .....	31
1. Diretiva dos Acionistas.....	31
2. Ações de lealdade.....	32
2.1. Ação de lealdade enquanto direito especial?.....	33
2.2. O princípio da igualdade de tratamento dos acionistas.....	37
2.3. Admissibilidade das <i>L-shares</i> na ordem jurídica portuguesa: confronto com o art. 384.º, n.º 5 do CSC .....	38
2.4. Conclusões .....	40
3. O papel da <i>corporate governance</i> .....	40
CONCLUSÃO .....	44
BIBLIOGRAFIA .....	45

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

<b>al(s).</b>	alínea(s)
<b>art(s).</b>	artigo(s)
<b>cf.</b>	conforme
<b>CMVM</b>	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
<b>Coord.</b>	Coordenador
<b>CSC</b>	Código das Sociedades Comerciais
<b>CVM</b>	Código dos Valores Mobiliários
<b>Dir.</b>	Diretor
<b>DL</b>	Decreto-Lei
<b>ECGI</b>	European Corporate Governance Institute
<b><i>Idem ibidem</i></b>	Mesmo autor, mesma obra, mesma página
<b>i.e.</b>	isto é
<b>IPCG</b>	Instituto Português de Corporate Governance
<b>n.º</b>	número
<b>ob. cit.</b>	obra citada
<b>p(p)</b>	página(s)
<b>reimp.</b>	reimpressão
<b>S.A.</b>	Sociedade Anónima
<b>STJ</b>	Supremo Tribunal de Justiça
<b>UE</b>	União Europeia
<b><i>vd.</i></b>	<i>vide</i>
<b><i>v.g.</i></b>	<i>verbi gratia</i>
<b>Vol.</b>	Volume



## INTRODUÇÃO

A realidade da estrutura acionista tem vindo, nos últimos anos, a transmutar-se: a predominância de pequenos acionistas, individuais e não profissionais, no seio das sociedades anónimas abertas deu lugar, num ápice, à hegemonia dos investidores institucionais.

Paralelamente, o conflito de agência clássico que BERLE e MEANS identificaram (entre administradores e acionistas), é obrigado a partilhar a sua centralidade com os variados conflitos de interesses que surgem numa sociedade aberta atual, em virtude da multiplicidade de tipos de acionistas, com intenções e horizontes temporais de investimento distintos. Dedicaremos, por isso, parte deste trabalho à contextualização do leitor na realidade da estrutura acionista atual de uma sociedade aberta, focando a nossa atenção na dupla *pequeno investidor individual e investidor institucional*.

Esta mudança de paradigma introduz alterações profundas no sistema, mas, especialmente, no modo como encaramos o mercado. A crescente importância dos investidores institucionais torna-os, hoje, detentores da maioria da capitalização das grandes bolsas de valores. Neste sentido, um mercado dominado por investidores institucionais estará orientado para o favorecimento de prossecução de resultados a curto prazo e para a assunção de risco excessivo. Estes dois elementos caracterizam a típica política de investimento destas entidades, a qual esteve, muitas vezes, na base de graves crises financeiras.

A doutrina pondera, a nível internacional, soluções para combater a tendência de procura de resultados a curto prazo. O nosso trabalho reflete, por isso, sobre várias soluções apontadas quer pela doutrina, quer pela própria lei, quer, ainda, pelo movimento de *corporate governance*, a nível nacional e internacional, para combater o *short-termism*, analisando a potencialidade e eficiência de cada uma delas.

# CAPÍTULO I

## A REALIDADE ATUAL DA ESTRUTURA ACIONISTA E DO MERCADO – O FENÓMENO DE *SHORT-TERMISM*

### 1. A sociedade anónima e os seus subtipos

A sociedade anónima é um tipo de sociedade capitalista de responsabilidade limitada e cujo capital se encontra dividido em ações (art. 271.º CSC), estando o seu regime específico disposto no Título IV do CSC, dos arts. 271.º a 463.º.

Com a crescente complexidade do mundo societário, tem surgido a necessidade de regular aspetos muito específicos das sociedades anónimas, em razão das variadíssimas dimensões que este tipo societário pode tomar. Há que contar, num extremo, com uma sociedade anónima “pequena”: pense-se no caso de uma sociedade que, não querendo perder as vantagens associadas ao tipo societário capitalista, pretende usufruir de um regime mais simplificado. Noutro extremo, contamos com uma sociedade anónima cujo capital se encontra aberto ao investimento do público, o que pode resultar em milhares ou milhões de acionistas<sup>1</sup>.

Esta particularidade obriga o legislador e a doutrina a distinguir vários subtipos de sociedade anónima. É certo que vigora o princípio da tipicidade em matéria de sociedades comerciais (i.e., a tipicidade societária é de natureza taxativa); no entanto, como salienta ENGRÁCIA ANTUNES, os tipos societários são «*tipos abertos*», justamente por haver características cuja presença ou ausência nas sociedades em concreto não afeta a sua correspondência ao tipo<sup>2</sup>.

A realidade económica aproveitou a elasticidade destes tipos abertos para «*densificar a tipicidade societária*»<sup>3</sup>, surgindo, por exemplo, os dois extremos de dimensões que a sociedade anónima pode tomar (*vd. supra*).

---

<sup>1</sup> ANTUNES, José Engrácia, *Direito das Sociedades – Parte Geral*, 9ª edição, Porto, 2020, pp. 34-35 e 158.

<sup>2</sup> ANTUNES, José Engrácia, *ob. cit.*, pp. 139-140.

<sup>3</sup> ANTUNES, José Engrácia, *ob. cit.*, p. 140.

Neste contexto, PAULO OLAVO CUNHA avança quatro «subtipos atuais» de sociedades anónimas, aos quais são aplicáveis regimes distintos<sup>4</sup>:

- (i) A (simples) sociedade anónima, qualquer que seja a sua dimensão (familiar, pequena ou média), regulada pelas normas do CSC<sup>5</sup>;
- (ii) A «*grande sociedade anónima*», de maior dimensão, à qual é aplicável o CSC com as especificidades impostas em razão da sua dimensão<sup>6</sup>;
- (iii) A sociedade anónima aberta (não cotada), regulada pelo CSC e, ainda, pelo CVM (doravante «sociedade aberta»)<sup>7</sup>;
- (iv) A sociedade anónima (aberta) cotada, isto é, sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado (adiante «sociedade cotada»), às quais são aplicáveis, além das normas do CVM, normas comuns às «*grandes sociedades anónimas*» e sociedades abertas<sup>8</sup> e, ainda, normas especificamente a si dirigidas<sup>9</sup>.

## 1.1. As sociedades abertas e as sociedades cotadas

Sendo certo que a generalidade das normas do CSC é aplicável às sociedades abertas, o seu regime específico está previsto nos arts. 13.º a 29.º do CVM. No entanto, este diploma não nos oferece uma noção absoluta de sociedade aberta, optando antes por determinar critérios no seu art. 13.º os quais, se preenchidos, enquadram uma sociedade anónima no subtipo de sociedade aberta<sup>10</sup>. Assim, no nosso ordenamento jurídico, temos

---

<sup>4</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª edição, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 101-102.

<sup>5</sup> Excetua-se as normas somente aplicáveis às «*grandes sociedades anónimas*» e às sociedades cotadas.

<sup>6</sup> De entre as normas que contêm especificidades previstas apenas para este subtipo de sociedade anónima, devemos destacar o art. 413.º, n.º 2, al. a), o qual determina que critérios deve a «*grande sociedade anónima*» preencher. Assim, estaremos perante este subtipo de sociedade anónima quando, durante dois anos consecutivos, uma sociedade ultrapasse dois dos três limites previstos pelo legislador, a saber: um total do balanço de vinte milhões de euros; quarenta milhões de euros de vendas líquidas e outros proveitos; um número médio de duzentos e cinquenta trabalhadores durante o exercício (OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades...*, p. 101).

<sup>7</sup> Neste sentido, também, ANTUNES, José Engrácia, ob. cit., p. 141.

<sup>8</sup> A título exemplificativo, o art. 396.º do CSC determina a obrigatoriedade de caucionar a responsabilidade dos administradores da sociedade, prevendo-se valores mínimos bastante superiores para a «*grande sociedade anónima*» e a sociedade cotada (duzentos e cinquenta mil euros), em comparação com o valor mínimo exigido para a caução dos administradores de uma sociedade anónima simples (cinquenta mil euros).

<sup>9</sup> Temos, por exemplo, o art. 414.º, n.º 6 do CSC, o qual determina a obrigatoriedade de integrar uma maioria de membros independentes no conselho fiscal.

<sup>10</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades...*, p. 100.

como sociedades abertas, por exemplo, as constituídas por oferta pública de subscrição (art. 13.º, n.º 1, al. *a*)), ou aquelas que hajam realizado ofertas públicas de subscrição, de venda ou de troca das suas ações (art. 13.º, n.º 1, als. *b*) e *d*))<sup>11</sup>.

As sociedades abertas caracterizam-se pelo facto de serem os grandes emitentes dos valores mobiliários, os quais absorvem uma parte significativa do aforro privado. Por este motivo, nesta sociedade, torna-se mais provável a existência de um grande número de pequenos acionistas movidos pela ideia de investirem as suas poupanças na expectativa de desinvestimento imediato<sup>12</sup>.

MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA diz tratar-se de «uma sociedade cujo capital pode ser subscrito ou adquirido pelo público, direta ou indiretamente, desde que esse público seja constituído por pessoas residentes ou com estabelecimento em Portugal, ou cuja aquisição de capital foi imposta no âmbito de plano de insolvência sem o consentimento dos adquirentes»<sup>13</sup>.

É importante que não confundamos a sociedade aberta com a sociedade cotada. É certo que todas as sociedades cotadas são, por definição, abertas; no entanto, a sociedade aberta, tendo o seu capital aberto ao investimento do público, não tem, todavia, ações ou outros valores mobiliários em negociação no mercado regulamentado – como é o caso da sociedade cotada<sup>14</sup>.

É largamente aceite a consideração das sociedades abertas e cotadas como subtipos de sociedade anónima. No entanto, o rigoroso regime que regula a sociedade cotada está inundado de especificidades, dando-se especial atenção a deveres de informação e transparência. As particularidades da sociedade cotada levam, hoje, alguns autores a refletir sobre a aplicabilidade de certas normas do CSC dirigidas à generalidade das sociedades anónimas<sup>15</sup>.

Caracterizadas pela dispersão das ações pelo público, é no seio das sociedades abertas que um número reduzido de ações pode efetivamente permitir alcançar o domínio sobre

---

<sup>11</sup> ANTUNES, José Engrácia, ob. cit., p. 159.

<sup>12</sup> Neste sentido, ANTUNES, José Engrácia, ob. cit., p. 157 e RIBEIRO, Maria de Fátima, “Sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira”, in *Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, Coimbra, 2007, p. 13.

<sup>13</sup> OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, “Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VII, n.º 2, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 443-444.

<sup>14</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades...*, p. 100.

<sup>15</sup> OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, ob. cit., p. 447.

ela. Com efeito, havendo desinteresse dos sócios investidores pelos assuntos da sociedade, admite-se a possibilidade de surgirem *grupos minoritários de controlo*<sup>16</sup>. Neste tipo de sociedade, devem ser ponderados, também, os interesses de todos os intervenientes<sup>17</sup>: dos administradores, dos diferentes tipos de acionistas, dos potenciais investidores, dos credores e, ainda, dos *stakeholders*<sup>18/19</sup>.

## 2. Tipos de acionistas

### 2.1. Acionista maioritário e acionista minoritário

Numa sociedade anónima, a aquisição da qualidade de acionista passa pela subscrição de ações da sociedade, podendo o sócio subscrever tantas quanto quiser e lhe permitir a sua capacidade financeira<sup>20</sup>. De acordo com o art. 384.º CSC, a cada ação corresponde um voto, o que determina, em regra, que o acionista detentor de um maior número de ações terá um maior número de votos<sup>21</sup>. No limite, um acionista pode deter ações representativas de uma maioria do capital e controlar a sociedade, determinando sozinho o sentido das deliberações tomadas em assembleia geral<sup>22</sup>.

À luz do exposto, são facilmente compreensíveis os conceitos de acionista maioritário e acionista minoritário, bem como a fragilidade da posição deste último.

---

<sup>16</sup> A existência destes grupos acarreta um perigo grave para a sociedade, *maxime* para os seus credores. O perigo decorre do facto de as decisões em sede de assembleia geral serem tomadas pelos pequenos acionistas, os quais correm um risco financeiro diminuído em virtude do reduzido valor da sua participação (RIBEIRO, Maria de Fátima, ob. cit., p. 14). Para maior desenvolvimento, *vd. infra*, Cap. II, ponto 1.

<sup>17</sup> Falaremos em detalhe sobre os conflitos de agência *infra* (Cap. I, ponto 2.2).

<sup>18</sup> Quando nos referimos a *stakeholders*, fazemo-lo em relação aos titulares de indemnização ou «*partes interessadas*» na atividade da sociedade (OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades...*, p. 848). De um modo mais desenvolvido, ENGRÁCIA ANTUNES insere na figura de *stakeholder* os trabalhadores, consumidores, clientes e interesses difusos (v.g. meio ambiente), além dos referidos credores (ANTUNES, José Engrácia, ob. cit., p. 34). Neste sentido, também, os autores LUCIAN A. BEBCHUK e ROBERTO TALLARITA, adiantando ainda como *stakeholders* os fornecedores e a própria comunidade (BEBCHUK, Lucian A., e TALLARITA, Roberto, “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”, 2020, disponível em <https://ssrn.com/abstract=3544978> e, a partir de dezembro de 2020, in *Cornell Law Review*, p. 1).

<sup>19</sup> OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, ob. cit., p. 447.

<sup>20</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades...*, p. 148.

<sup>21</sup> A lei prevê, contudo, a possibilidade de serem introduzidas limitações ao exercício de voto nos estatutos da sociedade (v.g. criação de ações sem direito de voto e a exigência de um mínimo de ações para atribuir um voto).

<sup>22</sup> Além disto, podendo, apenas com os seus votos, destituir administradores, o acionista controlador exerce uma forte influência sobre a administração da sociedade.

## 2.2. Conflitos de agência

Com o surgimento de sociedades anónimas cujo capital se encontra disperso por um grande número de acionistas assistiu-se a um movimento de profissionalização do órgão de administração, sendo a gestão da sociedade delegada em administradores com competências técnicas para o efeito. Cria-se, neste contexto, uma separação entre a *propriedade* da sociedade, pertencente aos acionistas, e o *controlo* da mesma, levado a cabo pelos administradores<sup>23</sup>, facto que origina uma relação de agência entre estes sujeitos<sup>24</sup>.

Decorre desta relação de agência surge o *conflito de agência clássico* ou vertical: os acionistas (principais) têm dificuldade em assegurar o alinhamento entre os seus interesses e os interesses dos administradores (agentes)<sup>25</sup>. Através da liberdade de que dispõem, os administradores têm condições para orientar a gestão da sociedade no sentido de maximizar os seus próprios ganhos, negligenciando a maximização do investimento dos acionistas<sup>26</sup>.

Noutro prisma, no contexto de uma sociedade com elevada concentração de capital num número reduzido de acionistas, o problema de agência clássico não surge tão intensificado. Com efeito, o acionista maioritário tem à sua disposição meios para controlar a administração, seja através do efetivo exercício dos seus direitos, seja através da simples ameaça de os exercer. É, assim, reconhecida esta vantagem à presença de um grande acionista numa sociedade: uma maior monitorização da gestão pode determinar melhor *performance*, aproveitando a todos os acionistas (*shared benefits*)<sup>27/28</sup>.

Todavia, há inúmeros problemas decorrentes de uma elevada concentração de capital num sócio. Em primeiro lugar, a fiscalização excessiva por parte do grande acionista pode levar a uma política de gestão estagnada, desincentivada a procurar novos e melhores negócios. Ademais, o acionista maioritário sentir-se-á inclinado a orientar a gestão para a obtenção de benefícios privados (*private benefits*), eventualmente conflitantes com os

---

<sup>23</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, reimp., Almedina, Coimbra, 2018, pp. 18-19.

<sup>24</sup> ALVES, Carlos Francisco, *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Almedina, Coimbra, 2005., pp. 22-23.

<sup>25</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, p. 19.

<sup>26</sup> ALVES, Carlos Francisco, ob. cit., p. 23.

<sup>27</sup> *Idem, ibidem*.

<sup>28</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, p. 51.

da sociedade e dos restantes acionistas<sup>29/30</sup>. Facilmente se conclui, então, que o controlo exercível por este acionista não resulta necessariamente num benefício para a sociedade como um todo, podendo conduzir somente a um benefício exclusivo para o próprio<sup>31</sup>.

Não obstante a vertente negativa da posição privilegiada do acionista maioritário, devemos pesquisar que deste privilégio resultam «custos privados», o que sucede, v.g., com a fiscalização da gestão, da qual aproveitam os restantes acionistas. No contexto dos custos suportados pelos acionistas, é de destaque, ainda, a existência de «custos partilhados» por todos, associados, por exemplo, à aquisição de bens à sociedade abaixo do seu valor de mercado<sup>32</sup>.

Note-se que não falamos, agora, de um confronto entre os interesses dos administradores e dos acionistas; refletimos, sim, sobre o equilíbrio entre os interesses *dos acionistas da mesma sociedade*, i.e., de um conflito de agência horizontal. Este conflito «principal-principal» surge classicamente nos termos que descrevemos *supra* – entre acionista maioritário e acionistas minoritários<sup>33</sup>.

O objeto do nosso trabalho, contudo, não se prende intimamente com nenhum destes dois tipos de conflito de agência, ainda que a sua explicitação seja necessária para a compreensão do problema central a que nos propomos dedicar. A base do conflito de interesses que queremos estudar ultrapassa a existência de acionistas maioritários: centraremos a nossa atenção na multiplicidade de tipos de acionistas – e, assim, de interesses – e no modo como estes exercem influência sobre a sociedade através de mecanismos que não dependem da detenção de uma maioria de capital<sup>34</sup>.

---

<sup>29</sup> ALVES, Carlos Francisco, ob. cit., pp. 41-42.

<sup>30</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, p. 51.

<sup>31</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, pp. 19-20.

<sup>32</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, p. 51.

<sup>33</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, p. 18.

<sup>34</sup> Queremos com isto dizer que já não será relevante saber qual a percentagem do capital social (ou de votos) que o acionista detém, mas antes o poder que a sua participação lhe dá no contexto da sociedade concreta. No entendimento de PEDRO MAIA, trata-se de aferir se o acionista «ocupa, estavelmente, um lugar que lhe permite usufruir de benefícios especiais» (vd. MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance – Um novo paradigma para a sociedade anónima*, reimp., Almedina, Coimbra, 2020, pp. 584-586).

## 2.3. A estrutura acionista atual

No panorama atual da estrutura acionista das sociedades não podemos, já, dicotomizá-la em acionistas maioritário e acionistas minoritários. A realidade mostra-nos, de facto, que este binómio está ultrapassado e que há uma multiplicidade de modelos de sócios com interesses e objetivos distintos. Não obstante, dividiremos a nossa atenção em dois tipos de acionistas: o investidor institucional e o “pequeno” acionista individual não profissional.

## 2.4. O investidor institucional

O CVM refere-se aos investidores institucionais como «investidores profissionais» no seu art. 30.º. Sendo o elenco exaustivo, destacaremos somente as instituições de crédito, as empresas de investimento, as empresas de seguros, os fundos de capital de risco e as sociedades de capital de risco.

É sabido que a atividade de um investidor institucional, enquanto investidor profissional, se foca no desempenho do mercado de capitais. Compreende-se, assim, que o seu voto seja exercido não no melhor interesse da sociedade, mas antes em sentido favorável ao mercado – e fazemos, aqui, uso da palavra *mas* uma vez que, mais frequentemente do que se desejaria, o benefício que resulta para o mercado não se reflete na sociedade<sup>35</sup>.

Desde 2014 que se assiste a um aumento do investimento por parte dos fundos de capital de risco em alternativa ao tradicional financiamento bancário, *maxime* no contexto de empresas em fase de instalação e desenvolvimento<sup>36</sup>. A importância que os fundos de

---

<sup>35</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, p. 64.

<sup>36</sup> A opção das empresas pelo financiamento através do recurso a capital de risco resulta, em regra, da dificuldade de acesso ao crédito bancário, em virtude de, por exemplo, juros excessivamente altos. Ademais, é ainda associada a vantagem de monitorização e profissionalização da empresa, bem como a possibilidade de obter aconselhamento estratégico – embora, por vezes, à custa do controlo da empresa (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate Finance*, 2ª edição (reimp.), Almedina, Coimbra, 2018, p. 71).



investimento e de capital de risco assumem, hoje, no financiamento das sociedades obriga-nos a debruçarmo-nos especificamente sobre eles<sup>37/38</sup>.

Encontramos evidência do aumento deste tipo de investimento em Portugal nos Relatórios Anuais da Atividade de Capital de Risco elaborados pela CMVM. De acordo com o Relatório de 2018, o qual se reporta a informações obtidas até 20-08-2019, «os ativos sob gestão do setor do capital de risco em Portugal mantiveram a tendência de crescimento verificada em anos anteriores, tendo no final do ano aumentado para € 4,8 mil milhões»<sup>39</sup>.

O investimento em capital de risco traduz-se na aquisição ou subscrição de participações sociais numa empresa em fase de instalação (*venture capital*) ou reestruturação (*private equity*) com vista à sua valorização, para, posteriormente, proceder à alienação dessas mesmas participações sociais com lucro (art. 3.º do Regime Jurídico do Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Especializado, aprovado pela Lei nº 18/2015, de 4 de março, doravante RJCR)<sup>40</sup>. Deste modo, o investidor é remunerado através da mais-valia gerada pelo desinvestimento. Podemos afirmar, assim, que as características de destaque deste tipo de investimento residem, em primeiro lugar, no facto de ser tendencialmente de curto prazo e, em segundo lugar, no facto de comportar um risco<sup>41/42</sup>.

O investimento é levado a cabo através das entidades elencadas no art. 1.º do RJCR, entre elas as sociedades de capital de risco, fundos de capital de risco e investidores em capital de risco. As sociedades de capital de risco são sociedades anónimas (art. 11.º, n.º 1) cuja firma deve incluir a expressão «Sociedade de Capital de Risco» ou a abreviatura «SCR» (art. 11.º, n.º 2). Estas podem investir diretamente no capital de risco ou através da gestão de fundos de investimento (art. 17.º, n.º 2 e art. 1.º, al. b)). Os fundos de capital de risco, por sua vez, são patrimónios autónomos e investem através de participações em

---

<sup>37</sup> TEIXEIRA, Ana Nunes, “A gestão dos fundos de capital de risco – Conflitos de interesses entre a entidade gestora e os participantes”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2018, p. 562.

<sup>38</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate...*, p. 71.

<sup>39</sup> Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco de 2018, CMVM, p. 6, disponível em <https://www.cmvm.pt>.

<sup>40</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate...*, p. 71.

<sup>41</sup> Neste sentido, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate...*, pp. 71-72. Com efeito, ao contrário das instituições de crédito, os investidores em capital de risco não têm qualquer garantia de retorno do seu investimento, dependendo este do sucesso da empresa financiada.

<sup>42</sup> TEIXEIRA, Ana Nunes, ob. cit., p. 560.

sociedades<sup>43</sup>. Por fim, os investidores de capital de risco (ou «*business angels*»<sup>44</sup>) são investidores individuais com grande capacidade financeira que providenciam financiamento e *know-how* diretamente à sociedade financiada (geralmente não cotada)<sup>45</sup>.

De acordo com o Relatório de 2018, a esmagadora maioria da quota do mercado de capital de risco em Portugal pertence a fundos de capital de risco (95,1%), ao passo que as sociedades de capital de risco detêm 4,9%<sup>46</sup>.

Assiste-se, hoje, a um aumento do peso dos investidores institucionais por todo o mundo. Nos Estados Unidos, a antiga realidade de o capital de uma sociedade aberta ser detido por um acionista individual desapareceu. Surgem, no seu lugar, os investidores institucionais, i.e., entidades que captam aforro de várias pessoas (coletivas ou singulares) e investem-no no mercado<sup>47</sup>. No contexto norte-americano, o aumento do peso destes investidores no mercado é evidente: em 1950, os investidores institucionais detinham somente 8% do *stock* público; em 2010, o valor atinge os 70%<sup>48</sup>.

### 3. *Short-termism*: por que razão é uma ameaça?

Os investidores institucionais administram, em regra, fundos de que não são proprietários: são geralmente meros mediadores, captando o aforro dos seus clientes para, depois, o investir noutras sociedades<sup>49</sup>. Os clientes *investidores finais* esperam deles a maximização do retorno do seu investimento, pelo que os investidores institucionais

---

<sup>43</sup> TEIXEIRA, Ana Nunes, ob. cit., pp. 563-564.

<sup>44</sup> Um «*business angel*» é um investidor individual privado que investe nas sociedades na sua fase *start up* ou *early stage* (IBRAHIM, Darian M., “The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors”, in *Vanderbilt Law Review*, Vol. 61, n.º 5, 2019, disponível em <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol61/iss5/3>). Destaca-se, em Portugal, a Associação Portuguesa de Business Angels (APBA). De acordo com ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, os *business angels* atuam num «mercado informal de capital de risco», o qual já terá sido apontado como mais importante que o mercado formal: em 2012, na Europa, estes sujeitos investiram cerca de cinco mil milhões de euros em empresas *early stage*, tendo o investimento em *venture capital* ficado na ordem dos dois mil milhões de euros (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate...*, pp. 73-74).

<sup>45</sup> TEIXEIRA, Ana Nunes, ob. cit., p. 564 e OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate...*, p. 73.

<sup>46</sup> Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco de 2018, CMVM, pp. 6 e 12-13.

<sup>47</sup> QUIMBY, Alexander P., “Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares”, in *Florida State University Law Review*, Vol. 40, 2013, disponível em <https://ir.law.fsu.edu/lr/vol40/iss2/5>, p. 391.

<sup>48</sup> QUIMBY, Alexander P., ob. cit., p. 393.

<sup>49</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, p. 81.

devem ter condições para, a qualquer momento, proceder ao desinvestimento. Assim, a sua atividade centra-se numa lógica de curto prazo: o objetivo não é, necessariamente, a maximização do valor da sociedade, mas sim a maximização do retorno do investimento<sup>50</sup>.

Há casos em que o cliente do investidor institucional espera um retorno rápido do seu investimento, contribuindo, assim e diretamente, para a promoção do *short-termism*. Neste cenário, o investidor institucional terá um plano de investimento algo consistente com a expectativa do cliente<sup>51</sup>.

No entanto, no extremo oposto, v.g. em fundos de pensões, os clientes aplicam as suas poupanças com a expectativa de, anos mais tarde, terem acesso a uma pensão na reforma<sup>52/53</sup>. Este quadro é especialmente complexo: damos conta da existência de um interesse essencialmente de longo prazo do *end user* (investidor final), de um interesse de curto prazo do investidor institucional e, ainda, dos interesses das inúmeras sociedades participadas por este fundo<sup>54/55</sup>.

A antiga e comum perspetiva de um investimento a longo prazo numa sociedade foi, então, substituída pela lógica de investimento a curto prazo, consequência da concentração do capital das sociedades nas mãos dos investidores institucionais. A este modelo de investimento de curto prazo chamamos *short-termism* e é considerado, em

---

<sup>50</sup> ALVES, Carlos Francisco, ob. cit., pp. 54-55.

<sup>51</sup> QUIMBY, Alexander P., ob. cit., p. 395.

<sup>52</sup> QUIMBY, Alexander P., ob. cit., 394.

<sup>53</sup> O mesmo acontece nos Estados-Unidos, talvez, até, em maior escala. LEO E. STRINE diz-nos: «the focus of many of these institutions on quarterly earnings and other short-term metrics is fundamentally inconsistent with the objective of most of their end-user investors, people saving primarily for two purposes, to put their kids through college and to fund their own retirements» (STRINE, Leo E., “One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?”, in *The Business Lawyer*, Vol. 66, n.º 1, 2010, p. 12, *apud* QUIMBY, Alexander P., ob. cit., p. 389).

<sup>54</sup> O caso torna-se ainda mais complexo se tivermos em conta o facto de os investidores institucionais recorrerem frequentemente a *proxy advisors*, i.e., a agências profissionais que recolhem e analisam informação sobre assembleias gerais para, depois, recomendarem um determinado sentido de voto aos seus clientes. *Vd.*, sobre o desalinhamento de interesses potenciado pelos *proxy advisors*, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, pp. 126 e ss.

<sup>55</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, p. 81.

muitos ordenamentos jurídicos, como a “maldição<sup>56</sup>” trazida à *corporate governance* pelos investidores institucionais<sup>57</sup>.

Vários estudos apontam para o impacto negativo do *short-termism* na sociedade como um todo, estando na base de graves crises financeiras<sup>58</sup>. Além disto, a forte presença do investidor institucional pressiona a administração a prosseguir políticas de investimento de curto prazo à custa de investimento em formação e tecnologia, essenciais para o crescimento da empresa<sup>59</sup>. Os investidores institucionais tendem a eleger administradores que partilhem dos seus objetivos de curto prazo e exercem pressão para que estes sejam cumpridos<sup>60</sup>.

O impacto negativo do *short-termism* começa, assim, pela menor alocação de investimento à investigação e desenvolvimento da empresa. No limite, assiste-se a um menor avanço tecnológico e à possível criação de menos emprego ou, até, se se mostrar rentável, ao despedimento de trabalhadores, circunstâncias que se refletem na qualidade de vida da sociedade no geral<sup>61</sup>.

No contexto do mercado de capitais, o *short-termism* potencia os chamados choques de mercado («*market-wide negative shocks*»), criando variações extremas nos valores em negociação, bem como a assunção de riscos excessivos que estão na base de crises financeiras<sup>62</sup>.

Não obstante a evidência das consequências negativas do *short-termism*, ALEXANDER P. QUIMBY alerta para o facto de que nem todo o impacto causado é efetivamente negativo: o autor sustenta que o *high frequency trading*<sup>63</sup>, por exemplo, providencia liquidez e eficiência no mercado. Assim, embora concluindo pela primazia dos efeitos

---

<sup>56</sup> A expressão é de ROBERT J. RHEE (tradução nossa), embora não seja representativa do seu entendimento. O autor ataca, com efeito, a impulsividade dos críticos do *short-termism*, defendendo que estes olham imprudentemente de um modo genérico para as consequências deste modelo sem pesar os detalhes da situação em concreto (RHEE, Robert J., “Corporate Short-Termism and Intertemporal Choice”, in *Washington Law Review*, Vol. 96, n.º 3, 2018, disponível em [https://openscholarship.wustl.edu/law\\_lawreview/vol96/iss3/2](https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol96/iss3/2).

<sup>57</sup> QUIMBY, Alexander P., “Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares”, in *Florida State University Law Review*, Vol. 40, 2013, disponível em <https://ir.law.fsu.edu/lr/vol40/iss2/5>, p. 389.

<sup>58</sup> QUIMBY, Alexander P., ob. cit., p. 389-391.

<sup>59</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, p. 81.

<sup>60</sup> QUIMBY, Alexander P., ob. cit., p. 395.

<sup>61</sup> QUIMBY, Alexander P., ob. cit., p. 398.

<sup>62</sup> QUIMBY, Alexander P., ob. cit., pp. 398-399.

<sup>63</sup> *High Frequency Trading* consiste numa forma automatizada de negociação no mercado através de algoritmos de computador, abrindo a possibilidade de haver transações em curtos períodos de tempo, alcançando, inclusivamente, os microssegundos.

negativos, defende uma *redução* do nível geral de *short-termism*<sup>64</sup>. Segundo o entendimento do autor, o foco na obtenção de resultados a longo prazo levará a uma fiscalização mais eficiente, estabilidade dos postos de trabalho e, até, a uma valorização da empresa<sup>65</sup>.

---

<sup>64</sup> QUIMBY, Alexander P., ob. cit., pp. 395-396 e 399.

<sup>65</sup> QUIMBY, Alexander P., ob. cit., pp. 399-400.

## CAPÍTULO II

### O ATIVISMO ACIONISTA ENQUANTO POTENCIAL SOLUÇÃO PARA COMBATER O *SHORT-TERMISM*

#### 1. “Pequeno” acionista e ativismo acionista

O pequeno investidor surge tradicionalmente como um investidor passivo, isto é, é-lhe associada uma «apatia racional». A posição destes investidores é compreensível se analisarmos o exercício de voto numa perspetiva custo-benefício: o custo associado à sua atuação não justifica o ganho que dela eventualmente resulte<sup>66</sup>.

É necessária uma contextualização para que percebamos o total alcance desta afirmação. Como escreve PEDRO MAIA, além de a passividade ser racional para o acionista, esta será «*ainda mais racional*, se assim se pode dizer, para o sistema, pois seria impensável que as mais importantes e as mais complexas decisões sobre a empresa societária pudessem ser determinadas por muitos acionistas (...)». De acordo com o autor, um acionista que tenha um volume maior de investimento terá, proporcionalmente, maior interesse económico na sociedade e usará, assim, de maior diligência no momento de ponderação do sentido de voto. Nesta linha, se a maioria do capital for detida por uma multiplicidade de pequenos acionistas, as decisões estarão entregues ao bloco de sócios cujo interesse económico na sociedade é menor<sup>67</sup> – o que pode resultar, inclusivamente, em deliberações determinadas «pela conjugação aleatória de votos de pequenos investidores»<sup>68</sup>.

Assiste-se, neste caso, a uma *perda da racionalidade do voto por capital*<sup>69</sup>. Com efeito, segundo o princípio *one share-one vote* associado ao voto nas sociedades anónimas, há uma correspondência entre os votos e as ações<sup>70</sup>, pelo que o acionista terá

---

<sup>66</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., p. 846.

<sup>67</sup> Além disso, estes pequenos investidores são, muitas vezes, não profissionais, não dispondo de conhecimentos técnicos suficientes para ponderar um adequado sentido de voto.

<sup>68</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., pp. 846-848.

<sup>69</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., pp. 846-847.

<sup>70</sup> A regra é a atribuição de um voto por ação, cf. art. 384.º, n.º 1; contudo, o Código prevê a possibilidade de criação de ações preferenciais sem voto (arts. 341º e ss.), bem como a possibilidade de, nos estatutos, fazer caber um voto a um número mínimo de ações, eventualmente resultando em sócios sem direito de voto (COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Curso de Direito Comercial*, Volume II, 6ª edição, 2019).

mais votos quanto mais tiver investido na sociedade<sup>71</sup>. Trata-se de entregar um poder de decisão maior a sócios que, *a priori*, terão um interesse proporcionalmente sério no sucesso da sociedade. Conclui-se, então, que a racionalidade inerente ao voto de capital é ameaçada pela possibilidade de vários pequenos acionistas, desinformados e indiligentes, poderem determinar o sentido das deliberações.

À luz do exposto, compreende-se que se tenha procurado manter estes pequenos acionistas afastados das assembleias gerais, de modo a salvaguardar a racionalidade económica inerente ao voto de capital<sup>72</sup>. O legislador desempenhou um papel importante no afastamento do pequeno acionista através da sua abordagem à regulação do voto por correspondência, como veremos de seguida.

## **2. O voto por correspondência nas sociedades anónimas**

### **2.1. Nas sociedades anónimas fechadas**

Até à reforma societária de 2006 (DL n.º 76-A/2006, de 29 de março), nas sociedades fechadas, o voto por correspondência estava previsto apenas para as deliberações do conselho de administração. A reforma de 2006 veio estender a todas as sociedades anónimas aquilo que já existia nas sociedades abertas: a possibilidade de o acionista votar por correspondência. A opção do legislador em prever esta modalidade de voto nas sociedades anónimas fechadas foi aplaudida pela doutrina, que há muito discutia a sua urgência e utilidade neste tipo de sociedade pautado pela dispersão de sócios. Porém, nem assim foi dado como obrigatório, dado que o art. 384.º, n.º 9 CSC consagra a possibilidade de os acionistas renunciarem ao voto por correspondência através de proibição expressa nos estatutos. No caso de não deliberarem nesse sentido – permitindo o voto por

---

<sup>71</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades...*, p. 381.

<sup>72</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., p. 847.

correspondência – é-lhes imposta a regulação do exercício do mesmo, de forma a garantir a confidencialidade e autenticidade do voto (art. 384.º, n.º 9)<sup>73/74</sup>.

Assim, numa sociedade anónima fechada que proíba o voto por correspondência, o acionista acarreta um custo de deslocação para exercer o direito de voto, exigindo-se a sua presença física nas assembleias gerais. Certo é que, perante a impossibilidade de se deslocar, resta ao acionista a opção de se fazer representar por terceiro, possibilidade conferida pelo legislador (art. 380.º CSC). No entanto, o representante não terá, em princípio, um interesse próprio inerente ao exercício do direito de voto, pelo que a contrapartida consistirá numa remuneração; ora, se o acionista não participa pessoalmente na assembleia geral por implicar custos de deslocação, não podemos esperar, logicamente, que suporte custos de representação<sup>75</sup>.

É concebível a hipótese de o representante ter interesse *pessoal* na representação, caso em que pode oferecer o serviço ao representado, retirando os custos de representação da esfera do acionista. Na Alemanha, nomeadamente, o exercício de voto pertencente a um número elevado de pequenos acionistas foi remetido para bancos, caso em que estes passam a ter um duplo interesse na *performance* da sociedade investida: enquanto eventuais credores da sociedade, por um lado, e enquanto prestadores de serviços (bancários) aos acionistas, por outro<sup>76</sup>.

A aliança entre a facilitação do exercício do direito de voto através de representação<sup>77</sup> e a proibição de, durante muito tempo, votar por correspondência entregou a tomada de

---

<sup>73</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades...*, pp. 687-694 e TRIUNFANTE, Armando Manuel, *Código das Sociedades Comerciais – Anotado (Anotações a todos os preceitos alterados)*, Atualizado até ao Decreto-Lei n.º 8/2007, de 17 de Janeiro, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, p. 368.

<sup>74</sup> De acordo com ARMANDO TRIUNFANTE, decorre do preceito, em bom rigor, que há uma necessidade de o contrato de sociedade se referir ao voto por correspondência nos estatutos, seja para o afastar, seja para o regular. Contudo, somos obrigados a colocar uma terceira hipótese: a ausência de qualquer referência ao voto por correspondência no contrato.

Perante esta situação, o autor defende a aceitação da modalidade de voto em apreço, sustentando a sua posição em vários argumentos. Desde logo, o mesmo acontece no contexto das sociedades abertas (desde sempre), nas quais é também imposto o voto por correspondência, mesmo sem regulação – tal demonstra que esta não é indispensável. Ademais, a intenção do legislador parece ser, com efeito, que o voto por correspondência seja aplicado nas sociedades anónimas, uma vez que parte do princípio que só é afastado mediante expressão no contrato. Por fim, o art. 377.º, n.º 5, al. f) determina que a convocatória de uma assembleia geral deve sempre esclarecer os acionistas sobre o modo de exercício de voto por correspondência, se «não for proibido pelos estatutos»: como aponta ARMANDO TRIUNFANTE, «apenas esse requisito interessa e não o de saber se o contrato o regulou ou não». *Vd.*, a este respeito, TRIUNFANTE, Armando Manuel, *Código...*, pp. 368-369.

<sup>75</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., pp. 847-848.

<sup>76</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., p. 848.

<sup>77</sup> Note-se que, de acordo com o disposto no art. 380.º, a participação do acionista em assembleia geral através de representante não pode ser proibida nem limitada nos estatutos.



decisões, no seio de uma sociedade anónima, a entidades profissionais não titulares do direito de voto. Podemos afirmar, assim, ter havido uma *perda de poder* dos acionistas nas grandes sociedades resultante de «opções jurídicas», como defende PEDRO MAIA<sup>78</sup>.

## 2.2. Nas sociedades anónimas abertas

Nas sociedades anónimas abertas, o legislador consagra, desde a génese do CVM, o voto por correspondência; além disto, à semelhança das sociedades anónimas fechadas, previu a possibilidade de os estatutos o afastarem (cf. art. 22.º). Há, porém, uma diferença essencial: o CVM não permite que o voto por correspondência seja afastado quando esteja em causa a alteração dos estatutos e a eleição de titulares dos órgãos sociais. Assim, há uma obrigatoriedade de aceitação do voto por correspondência nas matérias de maior sensibilidade numa sociedade anónima aberta.

Chegados aqui, é importante refletir, novamente, sobre como encarar o voto por correspondência perante a ausência de regulação no contrato de sociedade. Com efeito, o legislador não lhe associa qualquer sanção.

Imaginemos uma sociedade aberta cujos estatutos os sócios pretendem alterar. Convocada a assembleia geral, temos, desde logo, duas notas a destacar: em primeiro lugar, o voto por correspondência não pode ser afastado; em segundo lugar, a lei exige um quórum constitutivo, i.e., a presença ou representação de, no mínimo, um terço do capital social em primeira convocação (cf. art. 383.º, n.º 2 CSC). Devem os votos por correspondência ser contados para efeitos de satisfação do quórum?

Com efeito, como afirma ARMANDO TRIUNFANTE, «a lei poderia ter optado pela solução de só admitir esta modalidade de voto nos casos em que a lei não faça depender a deliberação de determinada representatividade em assembleia geral». Porém, não terá sido esta a solução apontada pelo legislador<sup>79</sup>.

A CMVM, em fevereiro de 2001, aprovou as Recomendações da CMVM Relativas ao Exercício do Voto por Correspondência nas Sociedades Abertas, na sequência da consagração desta modalidade de voto no CVM. No seu parágrafo n.º IV-12 recomenda-

---

<sup>78</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., p. 849.

<sup>79</sup> TRIUNFANTE, Armando Manuel, *Código...*, p. 371.

se que «o voto exercido por correspondência *deve relevar*<sup>80</sup> para a formação do quórum constitutivo da assembleia geral». Contudo, a *ratio* da figura de quórum constitutivo reside em assegurar a representatividade nos momentos pré-votação, onde há intervenções e discussão; aceitar que o voto por correspondência, cujo sentido pré-determinado não pesa as intervenções, conte para efeitos de cumprimento do quórum, é rejeitar o fim do art. 383.º, n.º 2<sup>81</sup>.

Não temos, hoje, uma solução legal para este problema – ou, diga-se, para outros ainda mais complexos que se levantam nesta sede. Neste sentido, realcemos o que Armando Triunfante escreveu em 2007 e que mantém a sua relevância na atualidade: «futuras intervenções legislativas devem promover a progressiva eliminação do quórum constitutivo e passar a usar, em exclusivo, sempre que se mantenham as necessidades de representatividade, a figura do quórum deliberativo»<sup>82</sup>.

Em matéria de *soft law*, o Código de Governo das Sociedades do IPCG (de 2018 e revisto em 2020) recomenda que a sociedade implemente «meios adequados para o exercício do direito de voto por correspondência», convocando o princípio de que «a sociedade deve ainda permitir a participação dos acionistas na Assembleia Geral por meios telemáticos» e que o «adequado envolvimento dos acionistas no governo societário constitui um fator positivo (...)»<sup>83</sup>. Nesta linha, todas as sociedades que adiram a este Código devem justificar o eventual afastamento da possibilidade de voto por correspondência, em respeito ao princípio *comply or explain*<sup>84</sup>.

Esta modalidade de voto atinge atualmente o seu pico de utilidade, na sequência da pandemia causada pelo vírus COVID-19. A Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, que transpõe a Diretiva dos Acionistas II<sup>85</sup> para o nosso ordenamento jurídico, veio inclusive e convenientemente aditar ao CVM o art. 22.º-A, o qual regula a votação por via eletrónica nas assembleias gerais de sociedades abertas.

---

<sup>80</sup> Itálico nosso.

<sup>81</sup> TRIUNFANTE, Armando Manuel, *Código...*, pp. 371-372.

<sup>82</sup> TRIUNFANTE, Armando Manuel, *Código...*, p. 372.

<sup>83</sup> Código de Governo das Sociedades, IPCG, 2018 (revisto em 2020), pp. 10-11.

<sup>84</sup> *Vd. infra*, Cap. III, ponto 3.

<sup>85</sup> Diretiva (UE) n.º 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, relativa aos direitos dos acionistas de sociedades cotadas no que concerne ao seu envolvimento a longo prazo.

### 3. Investidor institucional e ativismo acionista

Resulta do exposto *supra* que se assiste, hoje, a uma ampla aceitação do exercício do direito de voto por correspondência ou via eletrónica. Trata-se de uma das muitas alterações que o movimento de *corporate governance* introduziu no direito societário<sup>86</sup>. A questão que se deve colocar é: porquê?

Repare-se que a maioria do capital das grandes sociedades europeias é atualmente detido por investidores institucionais, o que não sucedia até recentemente. É estratégia típica destas entidades não ter participações significativas nas sociedades em que investem, preferindo dispersar o seu investimento por várias sociedades. Surgem, assim, como pequenos acionistas nas sociedades em que investem<sup>87</sup>.

Se antes era reconhecida uma apatia racional ao pequeno acionista decorrente da falta de informação ou de competência técnica para assimilá-la, estamos agora perante um “pequeno acionista” *professional* cuja ocupação reside justamente no tratamento e análise dessa informação<sup>88</sup>. Além disto, a racionalidade económica do voto que referimos ser posta em causa pelo pequeno acionista desinformado<sup>89</sup> não é ameaçada pelo pequeno acionista investidor institucional: mesmo detendo participações “pequenas” numa sociedade, são entidades informadas e têm grande interesse no seu bom desempenho<sup>90/91</sup>, pelo que podemos esperar um voto que, no mínimo, não será prejudicial para o mercado<sup>92</sup>.

Em resposta à questão colocada *supra*, PEDRO MAIA defende que a substituição dos acionistas individuais por investidores institucionais, da qual resulta uma proeminência destes últimos no mercado, é a única explicação para a aceitação do voto fora da assembleia<sup>93</sup>.

---

<sup>86</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., p. 784.

<sup>87</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., p. 850.

<sup>88</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., p. 851.

<sup>89</sup> *Vd. supra*, Cap. II, ponto 1.

<sup>90</sup> Dado que a estratégia de investimento dos investidores institucionais segue no sentido de investir em várias sociedades (política de *portfolio*), o seu interesse último reside na valorização das participações que detêm em cada uma delas. Deste modo, não é totalmente correto afirmar que os investidores institucionais têm um grande interesse no bom desempenho da sociedade. É possível, inclusivamente, que tenham interesse na desvalorização de uma sociedade se tal implicar a valorização de uma outra sociedade participada pelos mesmos (cf. MAIA, Pedro, ob. cit., pp. 852-854).

<sup>91</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., p. 851.

<sup>92</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., p. 785.

<sup>93</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., pp. 785-786.

Não obstante, o aumento da influência dos investidores institucionais parece, à luz do exposto, trazer algo de positivo. Este tipo de investidor está, com efeito, mais bem preparado para acompanhar ativamente a sociedade do que um pequeno acionista individual<sup>94</sup>.

### 3.1. *Free-riding problem*

Concluimos, assim, que o investidor institucional se encontra numa posição favorável para exercer o seu direito de voto: além de ter conhecimentos técnicos suficientes para determinar um adequado e racional sentido de voto, viu ser facilitado o exercício do direito de voto fora da assembleia geral.

Com efeito, a crescente aceitação do exercício de voto fora da assembleia nas sociedades anónimas é, para PEDRO MAIA, «o expoente máximo da nova centralidade de poder que o movimento de *corporate governance* pretende instilar na sociedade anónima». Seria inviável para os investidores institucionais suportarem os custos de deslocação associados ao exercício do direito de voto presencialmente, tendo em conta o facto de a sua política de investimento em portfólio dita que possuam ações em variadíssimas sociedades<sup>95</sup>.

Contudo, no contexto do mercado de capitais atual coloca-se o problema do *free-riding*, considerado um obstáculo ao ativismo deste tipo de acionista. O investidor ativo suporta sozinho os custos associados ao ativismo e à consequente melhoria do governo da sociedade, o que aproveita aos restantes acionistas<sup>96</sup>. Tendo em conta o facto de, no mercado de capitais atual, haver uma predominância de investidores institucionais, estes “restantes acionistas” serão, muitas vezes, investidores institucionais concorrentes. Neste sentido é, assim, compreensível a passividade deste tipo de investidor, evitando conceder benefícios aos seus concorrentes<sup>97</sup>.

---

<sup>94</sup> QUIMBY, Alexander P., ob. cit., p. 393.

<sup>95</sup> MAIA, Pedro, p. 876.

<sup>96</sup> SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos, “Ações de Lealdade: A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo da empresa social”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI, n.º 2, Almedina, Coimbra, 2014, p. 472.

<sup>97</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., pp. 851-852.

Não sendo racional o ativismo do investidor institucional neste contexto, restar-lhes-ia a opção *exit* perante um mau desempenho da sociedade (por oposição à opção *voice*): não tendo condições para mudar *a* sociedade, mudam *de* sociedade. Porém, nem esta terá sido uma opção viável, uma vez que a saída de uma sociedade investida implicava a venda das participações a outros investidores institucionais<sup>98</sup> que, também eles, preferem o *exit*. No limite, não houve quem adquirisse as participações<sup>99</sup>.

Os investidores institucionais foram, por conseguinte, obrigados a recorrer à opção *voice*, o que deu origem ao modelo de *governance* atual centrado na esfera interna da vida da sociedade: o funcionamento da administração, da sua fiscalização e dos direitos dos acionistas<sup>100</sup>.

#### 4. Ativismo acionista como solução?

À luz do exposto, a questão que se coloca é se fará sentido olhar para a promoção do ativismo acionista como a solução para combater o *short-termism*. Com efeito, dada a sua forte presença no mercado, os investidores institucionais representam (frequentemente) a maioria<sup>101</sup> da estrutura acionista de uma sociedade. Promovendo-se o ativismo acionista, estar-se-á a dar voz aos sujeitos que estão na origem do problema que se quer solucionar.

É este o entendimento de ALEXANDER P. QUIMBY. O autor critica a ineficiência das (poucas) medidas legislativas adotadas nos Estados Unidos para combater o *short-termism*: tendo estas por base a atribuição de maior poder aos *shareholders*, ignora-se o facto de estes mesmos *shareholders* terem, essencialmente, interesses de curto prazo<sup>102</sup>.

MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA segue igualmente neste sentido. A autora afirma que a estratégia de combate ao *short-termism* que passe pela atribuição de mais poder ao acionista «implica esquecer que os acionistas a quem se está a conceder mais poder têm interesses de curto prazo e que o seu horizonte de investimento é de meses, de

---

<sup>98</sup> Por serem, lembre-se, predominantes no mercado de capitais.

<sup>99</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., pp. 854-855.

<sup>100</sup> *Idem, ibidem*.

<sup>101</sup> Não falamos, aqui, de uma maioria de capital detida por um investidor institucional, uma vez que a sua política de investimento não consiste em deter parcelas significativas do capital de uma sociedade. Referimo-nos, sim, a vários investidores institucionais que, juntos, representam a maioria da estrutura acionista, sendo a percentagem detida por investidores individuais não profissionais muito menor.

<sup>102</sup> QUIMBY, Alexander P., ob. cit., p. 391.

dias, ou, (...) até por períodos mais curtos (de minutos ou até segundos)». MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA defende, assim, que a melhor estratégia a adotar será a concessão de poder aos acionistas de uma forma que alinha os interesses dos investidores com as empresas<sup>103</sup>.

---

<sup>103</sup> Cf. OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, ob. cit., pp. 459-460. *Vd.*, quanto à solução apontada pela autora, o ponto 2 do Cap. III, dedicado à figura da ação de lealdade.

## CAPÍTULO III

### OUTRAS SOLUÇÕES APONTADAS PARA O COMBATE AO *SHORT-TERMISM*

#### 1. Diretiva dos Acionistas

O movimento atual de governo societário europeu segue no sentido de promover e simplificar a intervenção do acionista minoritário, surgindo a Diretiva dos Acionistas<sup>104</sup> como um exemplo disso. Já em 2007 se escrevia: «sendo uma condição indispensável para o bom governo das sociedades, o controlo eficaz por parte dos acionistas deverá ser facilitado e incentivado<sup>105</sup>».

Não obstante, atenta à realidade atual, a Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017 (adiante «Diretiva dos Acionistas II»), veio alterar a Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de julho de 2007, no que se refere aos incentivos ao *envolvimento dos acionistas a longo prazo*. Com efeito, no Considerando (2) da Diretiva dos Acionistas II, o legislador afirma que «há indicações claras de que o atual nível de acompanhamento das sociedades participadas e de envolvimento dos investidores institucionais e dos gestores de ativos é frequentemente inadequado e demasiado centrado em retornos a curto prazo, o que pode conduzir a um governo e a um desempenho subotimizados». O legislador reconhece, assim, que os investidores institucionais exercem «pressão sobre as sociedades para operarem a curto prazo, o que pode pôr em risco o seu desempenho financeiro e não financeiro a longo prazo e, entre outros efeitos negativos, pode conduzir a um nível de investimento subotimizado, por exemplo, em termos de investigação e desenvolvimento, o que seria prejudicial para os resultados a longo prazo, tanto para as sociedades como para os investidores<sup>106</sup>».

---

<sup>104</sup> Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de julho de 2007, alterada pela Diretiva EU 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017.

<sup>105</sup> Considerando (3) da Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de julho de 2007.

<sup>106</sup> Considerando (15).

Consequentemente, a Diretiva impõe aos investidores institucionais a elaboração e divulgação de uma política de envolvimento dos acionistas, numa lógica *comply or explain*: caso optem por não o fazer, devem justificar a sua opção<sup>107</sup>.

A Diretiva reflete sobre a necessidade de transparência entre as sociedades e os seus investidores, uma vez que as ações das sociedades cotadas «são frequentemente detidas através de cadeias complexas de intermediários que tornam o exercício dos direitos dos acionistas mais difícil e que podem constituir um obstáculo ao envolvimento dos acionistas»<sup>108</sup>. Assim, as alterações centram-se maioritariamente na divulgação de informação acerca da identidade dos acionistas, com vista a facilitar a comunicação direta entre estes e a sociedade.

Além disto, a Diretiva procura ainda facilitar o exercício do direito de voto: «Face à importância do seu papel, os intermediários deverão ser obrigados a facilitar o exercício dos direitos pelos acionistas, quer estes exerçam eles próprios esses direitos quer nomeiem um terceiro para o fazer<sup>109</sup>». Ainda no contexto do exercício do direito de voto, o legislador europeu afirma ser importante assegurar que os acionistas «votando possam saber se o seu voto foi corretamente tido em conta». Para isto, «deverá ser fornecida uma confirmação da receção de voto.», impondo, ainda, a possibilidade de verificar se o voto foi validamente registado e contabilizado pela sociedade<sup>110</sup>.

## 2. Ações de lealdade

Nos Estados-Unidos e na Europa tem sido alvo de discussão a admissibilidade de ações de lealdade para combater o *short-termism*, surgindo como um incentivo na procura de um retorno sustentável de investimento<sup>111</sup>. Contudo, a figura das ações de lealdade não foi, até então, introduzida no ordenamento jurídico português<sup>112</sup>.

Segundo JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS, as ações de lealdade são «um tipo de ações que atribuem benefícios especiais, como por exemplo em matéria de lucros ou

---

<sup>107</sup> Considerando (17).

<sup>108</sup> Considerando (4).

<sup>109</sup> Considerando (9).

<sup>110</sup> Considerando (10).

<sup>111</sup> SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos, ob. cit., pp. 447-448.

<sup>112</sup> SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos, ob. cit., p. 459.



de direitos de voto, em favor daqueles acionistas que investem numa perspetiva de longo prazo», partindo da premissa de retribuição pela lealdade dos sócios à sociedade<sup>113</sup>.

As questões que se colocam em relação à licitude destas ações passam por saber se estamos perante um direito especial e, ainda, pela sua compatibilidade com o princípio da igualdade de tratamento dos sócios.

## 2.1. Ação de lealdade enquanto direito especial?

Segundo PAULO OLAVO CUNHA, as ações podem distinguir-se com base nos direitos que conferem. Com efeito, nas sociedades anónimas, a lei não impõe que todas as ações tenham um conteúdo idêntico; no entanto, exige que a variação de direitos esteja prevista nos estatutos e, ainda, que as ações que confirmam direitos idênticos formem uma *categoria de ações* (arts. 272.º, al. c) e 302.º, n.º 2 do CSC). O autor distingue, com base neste critério, as ações ordinárias das ações privilegiadas<sup>114</sup> – referindo-se o legislador a estas últimas como *direitos especiais* (art. 24.º, n.º 4 a 6)<sup>115</sup>.

As ações ordinárias integram os direitos e as obrigações que a lei atribui, pelo que exprimem a «situação típica *comum* de accionista». Estas ações apenas podem apresentar outras características por duas formas: por desvio de regras legais supletivas ou, ainda, por resultado da criação de categorias de ações que suprimam quantitativamente os direitos das ações ordinárias<sup>116/117</sup>.

As ações privilegiadas, por sua vez, são aquelas que, relativamente às demais, conferem vantagens aos seus detentores. Estas vantagens – ou direitos especiais – podem consistir em privilégios de foro patrimonial e não patrimonial<sup>118</sup>, além de o seu conteúdo

---

<sup>113</sup> SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos, ob. cit., pp. 448-449.

<sup>114</sup> OLAVO CUNHA introduz, ainda, o conceito de ações diminuídas: tratam-se de ações que relativamente às ações ordinárias só apresentam desvantagens (cf. OLAVO CUNHA, Paulo, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Ações Privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 144).

<sup>115</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Os Direitos Especiais...*, p. 143

<sup>116</sup> O autor dá-nos um exemplo: uma categoria que atribua o direito à partilha dos lucros remanescentes não deixa de integrar ações ordinárias; a “diminuição” do direito aos lucros (por serem satisfeitos somente após a satisfação das preferências) não torna a ação *diminuída*, uma vez que resulta da criação de uma categoria de ações preferenciais.

<sup>117</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Os Direitos Especiais...*, pp. 7-8 e 144-146.

<sup>118</sup> ARMANDO TRIUNFANTE discorda da admissibilidade de um direito especial de conteúdo não patrimonial. Com efeito, atentando no art. 302.º, n.º 1, damos conta de que o legislador se refere somente a direitos de conteúdo patrimonial. O autor, mesmo afirmando tratar-se de um elenco não taxativo, não julga

poder ser fixado livremente (não estando, portanto, em causa um *numerus clausus* de categorias de ações, cf. art. 302.º, n.º 1)). Note-se, contudo, que terão sempre de estar presentes as limitações decorrentes de regras imperativas (v.g. art. 391.º, n.º 2 *in fine*) e do regime e natureza dos direitos a criar<sup>119</sup>.

A doutrina diverge quanto ao conceito de direito especial, dado que o legislador não o definiu no CSC.

Por um lado, temos autores como OLAVO CUNHA, defensores de que o direito só é especial quando comparado a um direito que se tenha por *geral* – enquanto direito comum a todos os acionistas e baseado na essência da participação social (v.g. direito ao lucro). Para o autor, a «especialidade» assenta precisamente na característica «de só poderem ser concedidos a *alguns* sócios»<sup>120</sup>. ARMANDO TRIUNFANTE, nesta linha de entendimento, defende que um direito será considerado especial – suscetível, assim, de gozar da proteção conferida pela lei<sup>121</sup> – apenas na medida em que seja titulado *somente por algumas ações*, posto que, se estivermos perante uma característica comum a todas as ações, passamos a ter um direito geral, atribuído a todo e qualquer acionista<sup>122</sup>.

Por outro lado, para autores como CRISTIANO RAMOS DIAS, a «especialidade» não reside no campo da titularidade, i.e., na atribuição do direito a um número restrito de acionistas, mas antes na *própria natureza de privilégio inderrogável*<sup>123</sup>. Para o autor, para efeitos de qualificação como direito especial, é irrelevante que o direito seja atribuído a um ou a todos os sócios, contanto que seja inderrogável<sup>124</sup>.

---

razoável sustentar a admissibilidade nesta circunstância: a *ratio* da norma será, apenas, no seu entendimento, a de permitir a criação de *outros direitos patrimoniais*, para além daqueles diretamente referenciados (TRIUNFANTE, Armando Manuel, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 398-399).

<sup>119</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Os Direitos Especiais...*, pp. 146-156.

<sup>120</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Os Direitos Especiais...*, pp. 21 e 144, e SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos, ob. cit., pp. 460-461.

<sup>121</sup> *Vd.* nota (123).

<sup>122</sup> TRIUNFANTE, Armando Manuel, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais...*, p. 395.

<sup>123</sup> Note-se que, de acordo com o art. 24.º, n.º 5, o suprimimento ou coartação dos direitos especiais carecem do consentimento do seu titular.

<sup>124</sup> DIAS, Cristiano Amadeu Ramos, “Os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas: as golden shares”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 740-741.

Na qualificação da ação de lealdade como um direito especial deve atentar-se, por um lado, ao que é realmente uma categoria de ações e, por outro, se o conteúdo destas ações será idêntico, ou seja, passível de formar uma categoria.

Atentando na noção de categoria de ações, OLAVO CUNHA baseia-se na natureza capitalista da sociedade anónima para sustentar uma «*objetivação da acção*» (tornando-se irrelevante a pessoa do acionista) e, consequentemente, defender a atribuição do direito especial à *acção* e não *diretamente ao sócio*. No contexto do seu raciocínio, a propósito do regime jurídico das ações com voto duplo em França, o autor pesa a ideia de que pode, neste caso, estar presente um elemento subjetivo, referindo «que os titulares dessas ações formam uma *categoria de accionistas*, e não que se trata de uma categoria de acções», deixando transparecer a ideia de não estarmos, então, perante um direito especial. No entanto, para o autor, esta questão é algo irrelevante, uma vez que, na sua opinião, *categoria de acionistas* e *categoria de ações* são realidades coincidentes: «Importante é que o critério, que permite numa sociedade anónima diferenciar uma categoria de outra, seja o mesmo – identidade de conteúdo de direitos»<sup>125</sup>.

ARMANDO TRIUNFANTE, partindo da mesma base de a sociedade anónima ser capitalista, sustenta que os direitos especiais são atribuídos às *ações*, sendo inclusivamente transmissíveis com as mesmas. Assim, o autor afasta a possibilidade de atribuição de direitos especiais de índole pessoal. Desta forma, adianta, destrinça-se claramente *direito especial de vantagem especial*<sup>126</sup>: os direitos especiais acompanham a ação, pelo que o titular perdê-los-á na sequência de uma transmissão; as vantagens especiais, por sua vez, não dependem da qualidade de sócio, uma vez que o seu titular as mantém mesmo alienando a sua participação<sup>127</sup>.

JOÃO VIEIRA DOS SANTOS discorda do entendimento de OLAVO CUNHA no que toca às categorias de ações, defendendo que *categoria de ações* e *categorias de acionistas* não são a mesma realidade. A *ratio* que está na base da proibição legal de atribuição de direitos especiais a acionistas determinados também impede a criação de categorias que

---

<sup>125</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Os Direitos Especiais...*, pp. 218-221 e 63-68.

<sup>126</sup> As vantagens especiais são aquelas atribuídas em favor dos acionistas fundadores (e apenas destes), aquando da constituição da sociedade, como retribuição pelo papel desempenhado nesta operação, cf. arts. 16.º, n.º 1 e 19.º, n.º 4 (TRIUNFANTE, Armando Manuel, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais...*, p. 398).

<sup>127</sup> TRIUNFANTE, Armando Manuel, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais...*, pp. 397-398.

operem uma distinção com base num critério subjetivo. Pode argumentar-se que a ação de lealdade, por ceder privilégios a acionistas que permaneçam na sociedade por um período de tempo mais longo, atribui direitos com base num critério subjetivo, o que seria contrário à lei.

Como bem explica JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, mesmo partindo do raciocínio de que os direitos são atribuídos ao objeto *ação* detida pelo mesmo titular num período longo de tempo – e não ao sujeito *acionista* –, entramos numa falácia: afirmar que «os direitos são atribuídos a ações detidas por “Jaime” é o mesmo que afirmar que os direitos são atribuídos a “Jaime”»<sup>128</sup>.

Relativamente ao conteúdo das categorias de ações, estas são, por definição, formadas por ações de conteúdo idêntico de direitos (art. 302.º, n.º 2). Pois temos que as ações de lealdade não têm todas o mesmo conteúdo de direitos: um acionista que tenha ações de lealdade há mais tempo que outro terá mais direitos que este. Por conseguinte, para haver identidade de conteúdo de direitos e para poderem, assim, qualificar-se como direito especial, as ações de lealdade deveriam ser atribuídas numa só emissão<sup>129</sup>.

Não são estes os únicos obstáculos colocados à qualificação da ação de lealdade como direito especial. A exigência da lei em fazer estipular no contrato o número de ações de determinada categoria (cf. art. 272.º, al. c) não é praticável num regime como o da ação de lealdade, uma vez que o número destas é variável<sup>130</sup>.

Ademais, como aponta ARMANDO TRIUNFANTE, a configuração de um privilégio de voto plural como direito especial é duvidosa se atentarmos na figura do consentimento para a sua extinção ou limitação. Com efeito, o art. 531.º, n.º 2 prevê a possibilidade de, *mediante deliberação dos sócios*, se extinguir ou limitar o direito de voto plural «sem necessidade de consentimento dos sócios titulares desses direitos». É uma situação impensável no contexto de direitos especiais, caracterizados, na sua essência, pela inderrogabilidade (cf. art. 24.º, n.º 5)<sup>131</sup>.

---

<sup>128</sup> SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos, ob. cit., pp. 462-463.

<sup>129</sup> SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos, ob. cit., pp. 463-464.

<sup>130</sup> SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos, ob. cit., pp. 463-464.

<sup>131</sup> TRIUNFANTE, Armando Manuel, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais...*, pp. 330-333

Por este motivo, para JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, fará mais sentido as ações de lealdade não serem qualificadas como direito especial, mas antes atribuídas pelos estatutos, abrindo a possibilidade de conferir diferentes direitos consoante o tempo de detenção<sup>132</sup>.

## 2.2. O princípio da igualdade de tratamento dos acionistas

Assumindo a idoneidade da previsão estatutária da ação de lealdade, cumpre-nos agora refletir sobre se esta contraria um dos princípios fundamentais do Direito Societário atual: o princípio do igual tratamento dos acionistas<sup>133</sup>. Numa formulação positiva, PEDRO MAIA afirma que este princípio se destina a assegurar que os sócios, mediante pressupostos iguais, sejam tratados de igual forma; numa formulação negativa, o princípio corresponde a uma proibição de discriminação<sup>134</sup>. No fundo, este princípio coloca todos os sócios em pé de igualdade na prossecução da atividade societária<sup>135</sup>.

No entendimento de ARMANDO TRIUNFANTE, o fundamento para a igualdade de tratamento no contexto de uma sociedade anónima parece ser a proteção da expectativa do acionista que, decidindo investir numa sociedade, fá-lo atendendo a um certo conjunto de fatores – fatores que não são determinados somente pela disciplina legal aplicável, mas, também, pelo disposto no contrato de sociedade. Deste modo, perante uma alteração (estatutária) destes fatores no sentido de ser concedido um benefício, não é razoável que estes sejam limitados, injustificadamente, a um número determinado de acionistas<sup>136</sup>.

ARMANDO TRIUNFANTE posiciona-se do lado da doutrina que entende não estar em causa uma violação do princípio: mesmo assumindo que as ações privilegiadas pressupõem uma «natural desigualdade» entre os sócios, entende serem elas conciliáveis

---

<sup>132</sup> *Idem, ibidem*. No mesmo sentido, *vd.* OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *ob. cit.*, p. 468.

<sup>133</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades...*, p. 120. O autor refere ainda que o princípio da igualdade de tratamento «não colhe no Direito Português a regulação e autonomia semelhantes à que recebe noutras ordens jurídicas, nomeadamente no Direito Alemão, onde é hoje um princípio geral inquestionável». Entre nós, o CVM consagra expressamente este princípio no seio das sociedades anónimas abertas (cf. arts. 15º, 112º e 197º). Mais recentemente, com a aprovação da Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, foi aditado o art. 249.º-C que, também ele, se refere à igualdade de tratamento dos acionistas. No CSC, encontramos somente um seu afloramento no art. 321.º, a propósito do caso específico das ações próprias (OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades...*, pp. 120-121).

<sup>134</sup> MAIA, Pedro, *ob. cit.*, pp. 155-156.

<sup>135</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades...*, p. 120.

<sup>136</sup> TRIUNFANTE, Armando Manuel, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais...*, pp. 330-333.

com a igualdade de tratamento justamente por estar assegurada a proteção das expectativas: «os sócios estão de acordo com as diferenças entre as diferentes categorias de acções»<sup>137</sup>.

JOÃO VIEIRA DOS SANTOS insere-se, também, nesta fração da doutrina: defende que os acionistas de longo prazo têm objetivos legítimos bastante diferentes dos outros, não estando, por isso, na mesma posição. Adianta, inclusive, que «a própria admissibilidade legal de direitos especiais só favorece este entendimento, desde que a proteção das expectativas esteja assegurada»<sup>138</sup>.

No mesmo sentido seguem PATRICK BOLTON e FRÉDÉRIC SAMAMA, sustentando que todos os acionistas têm a mesma oportunidade de acesso às ações. Servindo-se do exemplo dos *L-warrants*, i.e., *warrants* obtidos através da detenção de ações durante um período de tempo determinado, afirmam os autores que «o acesso aos *L-warrants* apenas depende do comportamento do acionista durante o período de lealdade, o qual (...) é o mesmo para todos os acionistas»<sup>139/140</sup>.

Devemos esclarecer, aqui, que é discutida a viabilidade das ações de lealdade tomando-se como pontos de partida dois tipos distintos: as *L-shares* e os *L-warrants*. Adiantada a noção destes últimos *supra*, as *L-shares*, por sua vez, são ações que, após detenção ininterrupta por um determinado período de tempo, concedem aos seus titulares um direito de voto duplo ou plural<sup>141</sup>.

### **2.3. Admissibilidade das *L-shares* na ordem jurídica portuguesa: confronto com o art. 384.º, n.º 5 do CSC**

Argumentando que os *L-warrants* têm uma utilidade diluída no contexto do mercado português, MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA tende para a instituição de *L-shares* no

---

<sup>137</sup> TRIUNFANTE, Armando Manuel, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais...*, pp. 333-334.

<sup>138</sup> SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos, ob. cit., pp. 466-467.

<sup>139</sup> Tradução nossa.

<sup>140</sup> BOLTON, Patrick, e SAMAMA, Frédéric, “L-Shares: Rewarding Long-term Investors”, in *ECGI – Finance Working Paper*, n.º 342, 2013, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2188661>, p. 36. No mesmo sentido, *vd.* OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, ob. cit., pp. 462-463.

<sup>141</sup> OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, ob. cit., pp. 460.

nosso ordenamento jurídico<sup>142</sup>. Neste contexto, a questão que se coloca de imediato prende-se com a conjugação deste tipo de ação com a proibição do voto plural nas sociedades anónimas, consagrada no art. 384.º, n.º 5 do CSC.

ALEXANDER P. QUIMBY refuta o argumento de que a atribuição de privilégios de voto põe em causa a «democracia acionista»: segundo o autor, e partindo do exemplo norte-americano, a realidade atual mostra-nos que as empresas criam desde sempre esquemas para desconsiderar a proporcionalidade que está na base do princípio *one share, one vote*. Assim, o mercado sobrevive há muito com este princípio sob ameaça. Assumindo a derrogação do princípio, será evidentemente preferível o acolhimento da ação de lealdade à aceitação dos esquemas das empresas, posto que a primeira promove a sustentabilidade da sociedade<sup>143</sup>.

MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA sustenta que a autonomia dogmática das sociedades cotadas e a mudança no modo como se encara o direito de voto no mercado atual<sup>144</sup> justificam a não aplicação do art. 384.º, n.º 5 às sociedades cotadas. Aliás, mesmo que se admita a sua aplicabilidade a estas sociedades, a autora adianta outro argumento: sendo a destinatária natural da norma proibitiva a categoria de ação – formada por direitos especiais de conteúdo idêntico –, e partilhando a autora da tese de que a ação de lealdade não é um direito especial, dever-se-á afastar a aplicação da norma à *L-share*<sup>145</sup>.

Para ARMANDO TRIUNFANTE, os privilégios de voto plural são nada mais do que exceções legais ao regime geral. Com efeito, a existência deste privilégio é admissível à luz do art. 531.º, n.º 1, contanto que tenha sido legalmente constituído antes da entrada em vigor do atual CSC. No entanto, esta admissibilidade não se reporta a uma recetividade, por parte da lei, do privilégio *per se*; esta admissibilidade é motivada, antes, por razões de justiça, *maxime* a proteção de direitos adquiridos antes da entrada em vigor do CSC. Esta tese parece ser sustentada, inclusive, pelo próprio art. 531.º, pois «é nítido

---

<sup>142</sup> OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, ob. cit., pp. 463-464.

<sup>143</sup> QUIMBY, Alexander P., ob. cit., pp. 408-409.

<sup>144</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA refere-se, neste contexto, à negociabilidade do direito de voto no mercado, à existência de *proxy advisors*, ao facto de o voto não ser exercido, em regra, pelos verdadeiros proprietários da ação, entre outras realidades do mercado que justificam o afastamento da aplicação do art. 384.º, n.º 5. A autora afirma que a premissa em que se baseia a regra *one share, one vote* não se verifica nas sociedades cotadas: a premissa de que os acionistas estão interessados no aumento dos lucros da sociedade a longo prazo. *Vd.*, mais desenvolvidamente, OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, ob. cit., pp. 447 e ss.).

<sup>145</sup> OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, ob. cit., pp. 467-468.

que o seu regime mostra não ser desejável, pelo legislador, a manutenção, *ad eternum*, destas figuras»<sup>146</sup>.

## 2.4. Conclusões

Em suma, a eventual previsão de uma ação de lealdade no ordenamento jurídico português, na sua vertente *L-share* ou *L-warrant*, pode surgir como um incentivo eficiente ao envolvimento dos acionistas a longo prazo. Não seríamos, aliás, os primeiros em contexto europeu: o legislador francês prevê ambas as vertentes da ação de lealdade, referindo-se a *voto de lealdade* (associado à vertente *L-share*) e *dividendo de lealdade* (associado ao *L-warrant*); em Itália, está previsto um dividendo de lealdade, embora a doutrina italiana seja muito crítica da introdução desta figura na sua ordem jurídica, sustentando que não operou, como esperado, um incentivo ao envolvimento acionista<sup>147</sup>.

## 3. O papel da *corporate governance*

Nas palavras de COUTINHO DE ABREU, a governação societária surge como um «complexo das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades»<sup>148</sup>. Estas regras procuram traçar um caminho com vista à obtenção de uma boa governação societária, a qual resultará num benefício para a sociedade como um todo, fim último da *corporate governance*<sup>149</sup>.

A sua origem remonta aos Estados-Unidos, depois do célebre estudo BERLE-MEANS<sup>150</sup>, ao qual devemos a explicitação da separação entre propriedade e controlo que está na base do conflito de agência «principal-agente» que analisámos *supra*<sup>151/152</sup>.

---

<sup>146</sup> TRIUNFANTE, Armando Manuel, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais...*, pp. 401-402.

<sup>147</sup> SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos, ob. cit., pp. 452-453.

<sup>148</sup> COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2010, p. 7.

<sup>149</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, p. 13.

<sup>150</sup> *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World, New York, 1932.

<sup>151</sup> *Vd. supra*, Cap. I, ponto 2.2.

<sup>152</sup> ANTUNES, José Engrácia, ob. cit., p. 291.



Podemos dizer que a governação societária procura tornar transparente a administração da sociedade, tentando alcançar um ponto de equilíbrio entre a gestão e as tendências acionistas<sup>153</sup>.

Se quisermos concretizar este fim, realcemos um dos objetivos primordiais da governação societária: o equilíbrio entre interesses conflitantes no núcleo de uma sociedade anónima<sup>154</sup>. Note-se que falamos na procura por um *equilíbrio* entre os interesses e não numa total eliminação dos conflitos entre os mesmos. Na verdade, como adverte ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «nem por isso deverá esquecer-se que [os conflitos de interesses] surgem inevitavelmente nas relações sociais e económicas e que uma postura excessivamente rígida da lei poderá prejudicar o bom governo societário (...)»<sup>155</sup>.

Relativamente ao modo como a governação societária é colocada em prática podemos apontar dois níveis distintos de regulação. O primeiro nível prende-se com regras estritas (*hard law*) aplicáveis às sociedades, surgindo, com especial ênfase, o direito societário. Com efeito, o legislador português, ciente da crescente relevância da boa governação societária, aproveitou a reforma do CSC de 2006 para alargar «ao restante universo societário nacional» a atenção dispensada, até então, somente às sociedades com ações admitidas à negociação em mercados regulamentados<sup>156</sup>.

O segundo nível recorre a recomendações de boa prática societária, destituídas de vinculatividade jurídica tradicional, e cuja adoção se pauta pelo princípio *comply or explain*: falamos aqui de *soft law*, materializada em códigos de governo. Nos termos do princípio mencionado, cabe às sociedades seguirem as recomendações e regras estabelecidas no código a que adiram (*comply*); a não adoção de uma recomendação ou regra investe a sociedade numa obrigação de justificar a opção (*explain*), não lhe sendo, contudo, associada qualquer sanção.<sup>157</sup> Em Portugal, destaca-se o atual Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), o qual compila «orientações que, no plano nacional e internacional, são reconhecidas como de

---

<sup>153</sup> OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades...*, pp. 573-575.

<sup>154</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, p. 12.

<sup>155</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo...*, p. 13.

<sup>156</sup> Decreto-lei n.º 76-A/2006, de 29 de março.

<sup>157</sup> *Idem, ibidem*.

*bom governo (...)*»<sup>158/159</sup>. A influência deste movimento na própria lei é evidente: destaca-se o facto de as sociedades cotadas estarem hoje obrigadas a elaborar um *relatório anual sobre governo das sociedades* (cf. art. 245.º-A CVM), do qual deve constar elementos como a identificação da estrutura acionista, acordos parassociais restritivos da transmissibilidade dos valores mobiliários, *declaração sobre o acolhimento do código de governo das sociedades ao qual o emitente se encontre sujeito...* entre outros<sup>160</sup>.

Os códigos de governo societário foram, em grande medida, criados e desenvolvidos por investidores institucionais. Veja-se o exemplo português: o Conselho Geral do IPCG integra sociedades como o Banco Comercial Português, S.A., a Caixa Geral de Depósitos, S.A., a EDP – Energias de Portugal, S.A. e a NOS, SGPS, S.A. Estas e outras sociedades com assento no Conselho Geral do IPCG integram alguns dos grupos com maior presença no mercado de capitais português. Assim, podemos afirmar que as regras consideradas de “bom governo societário” dispostas nos códigos de governo são estabelecidas, com grande probabilidade, por alguns dos investidores institucionais mais influentes em Portugal.

É viável que se argumente que as sociedades não estão obrigadas a seguir as recomendações e a respeitar os princípios dos códigos. Porém, o carácter recomendatório destes dá lugar, na prática, a uma «*real obrigação*»<sup>161</sup> de seguir as recomendações: uma sociedade que não adote o modelo de governação idealizado pelos códigos não será atrativa para os investidores institucionais, pelo que será difícil, no contexto do mercado atual, captar investimento<sup>162</sup>.

À luz deste raciocínio, não é surpreendente que muitos dos princípios e recomendações feitos aos conselhos de administração e de fiscalização das sociedades beneficiam a posição deste tipo de investidor. Ademais, princípios que julgamos serem básicos numa sociedade anónima – como a tutela do acionista minoritário – são, também eles, um benefício direto para os investidores institucionais, visto que estes representam, em boa verdade, a maioria dos acionistas minoritários presentes no mercado.

---

<sup>158</sup> Código de Governo das Sociedades do IPCG, 2018 (revisto em 2020), p. 6.

<sup>159</sup> ANTUNES, José Engrácia, ob. cit., pp. 36-37.

<sup>160</sup> ANTUNES, José Engrácia, ob. cit., pp. 295-296.

<sup>161</sup> A expressão e o itálico são de PEDRO MAIA (MAIA, Pedro, ob. cit., p. 865).

<sup>162</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., p. 865-866.

A ideia de que as regras de bom governo societário se alinham com os interesses dos investidores institucionais é suportada por PEDRO MAIA. O autor refere-se à “Carta de direitos dos acionistas”, redigida em 1986 por um conjunto de investidores institucionais norte-americanos, como a “carta dos interesses dos investidores institucionais”. Nesta estão plasmados aqueles que são, ainda hoje, pontos essenciais da “boa” governação societária, muitos dos quais seguem o sentido de atribuição de maior poder aos acionistas dispersos (minoritários)<sup>163</sup>. PEDRO MAIA afirma haver parcialidade no movimento de *corporate governance*, precisamente por este ser orientado, na opinião do autor, pelos interesses dos investidores institucionais<sup>164</sup>.

O autor afirma de modo algo fascinante: «a almejada *primazia dos acionistas* é, na verdade, a *primazia dos acionistas institucionais*»<sup>165</sup>.

Não obstante, PEDRO MAIA defende que não se trata de avaliar se a *corporate governance* é, em si mesmo, “boa” ou “má”. As medidas por esta propostas devem ser aferidas segundo o circunstancialismo específico de cada ordenamento jurídico, *maxime* a estrutura acionista típica de uma sociedade nessa ordem jurídica<sup>166</sup>.

Com efeito, em ordenamentos jurídicos cuja estrutura acionista não seja (ainda) dominada por investidores institucionais, poderá ser vantajosa a tutela do acionista “empresário”<sup>167</sup>. Este tipo de acionista detém uma minoria de capital dita *qualificada*<sup>168</sup> e exerce uma influência relevante na gestão da sociedade, podendo inclusivamente controlá-la devido à dispersão do capital característica das sociedades abertas<sup>169</sup>.

Noutro extremo, nos ordenamentos jurídicos caracterizados pela hegemonia dos investidores institucionais, é nuclear satisfazer os interesses destes investidores, uma vez que sem estes não é possível pensar-se num bom funcionamento do mercado<sup>170</sup>.

---

<sup>163</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., pp. 873-875.

<sup>164</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., p. 877.

<sup>165</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., p. 873.

<sup>166</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., pp. 884.

<sup>167</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., pp. 881-882.

<sup>168</sup> Entende-se por direito de minoria qualificada aquele que exige um mínimo de percentagem do capital social para ser exercido; por outras palavras, será um direito cujo exercício não depende exclusivamente da qualidade de sócio, mas também da proporção da participação social (TRIUNFANTE, Armando Manuel, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos de Minoria Qualificada e Abuso de Direito*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 88).

<sup>169</sup> BRANCO, Sofia Ribeiro, *O Direito dos Accionistas à Informação*, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 67-69.

<sup>170</sup> MAIA, Pedro, ob. cit., p. 882.

## CONCLUSÃO

Atualmente, a nível internacional, verifica-se uma proeminência dos investidores institucionais na estrutura acionista de uma típica sociedade aberta. Verificámos, ao longo deste estudo, que a influência que estes investidores conseguem exercer sobre o mercado não é, de todo, positiva.

Apontámos, num primeiro momento, as desvantagens resultantes do *short-termism*, introduzido no mercado pelos investidores institucionais. Desde logo, é de destaque a insuficiência de investimento alocado à formação de trabalhadores, ao desenvolvimento (sustentável) da empresa, à investigação e à tecnologia. De outra banda, a complexa “teia” de interesses que concluímos existir no caso, por exemplo, de fundos de investimento, envolvendo, além destas entidades, outras como consultoras de voto e investidores finais, suscita questões profundas de conflitos de interesses: a “imposição” da tendência *short-termism* no mercado expõe acionistas que não partilham desta perspetiva a riscos que, de outro modo, não acarretariam.

Cumprida a contextualização do leitor na problemática do mercado atual, dedicámos, no Cap. II, a nossa atenção à apreciação do *ativismo acionista* como solução para o combate ao movimento *short-termism*. Concluímos não ser, *per si*, dadas as circunstâncias atuais, a figura mais eficiente no que toca ao minimizar das consequências daquele movimento. Com efeito, finda a apreciação, resta-nos uma simples mas cortante conclusão: facilitar a intervenção de acionistas é, em bom rigor, facilitar a intervenção de investidores institucionais.

Finalmente, apreciámos, no Cap. III, soluções alternativas – desenhadas no contexto internacional – que tendem para a promoção do *envolvimento do acionista a longo prazo*, ao invés de, simplesmente, lhe atribuir poder. Num primeiro ponto, abordámos o direito europeu e concluímos que este tem adotado, efetivamente, a linha de atuação de envolvimento do acionista a longo prazo. Num segundo ponto, destacámos a figura da ação de lealdade e a sua admissibilidade na ordem jurídica portuguesa. Por fim, um estudo incidente neste tema não estaria terminado sem dedicar um ponto à *corporate governance* e ao papel que desempenha nacional e internacionalmente.

## BIBLIOGRAFIA

- ALVES, Carlos Francisco, *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Almedina, Coimbra, 2005
- ANTUNES, José Engrácia, *Direito das Sociedades – Parte Geral*, 9ª edição, Porto, 2020
- BEBCHUK, Lucian A., e TALLARITA, Roberto, “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”, 2020, disponível em <https://ssrn.com/abstract=3544978> e, a partir de dezembro de 2020, in *Cornell Law Review*
- BOLTON, Patrick, e SAMAMA, Frédéric, “L-Shares: Rewarding Long-term Investors”, in *ECGI – Finance Working Paper*, n.º 342, 2013
- BRANCO, Sofia Ribeiro, *O Direito dos Accionistas à Informação*, Almedina, Coimbra, 2008
- COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2010  
– *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 6ª edição, 2019
- Código de Governo das Sociedades, 2018 (revisto em 2020), IPCG, Lisboa, disponível em <https://www.cgov.pt>
- DIAS, Cristiano Amadeu Ramos, “Os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas: as golden shares”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2011

- IBRAHIM, Darian M., “The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors”, in *Vanderbilt Law Review*, Vol. 61, n.º 5, 2019, disponível em <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol61/iss5/3>
- MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance – Um novo paradigma para a sociedade anónima*, reimp., Almedina, Coimbra, 2020
- OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª edição, Almedina, Coimbra, 2019
  - *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Acções Privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, reimp., Almedina, Coimbra, 2018
  - *Manual de Corporate Finance*, 2ª edição (reimp.), Almedina, Coimbra, 2018
- OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, “Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às *L-shares*”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VII, n.º 2, Almedina, Coimbra, 2015
- QUIMBY, Alexander P., “Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares”, in *Florida State University Law Review*, Vol. 40, 2013, disponível em <https://ir.law.fsu.edu/lr/vol40/iss2/5>
- Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco de 2018, CMVM, 2018, disponível em <https://www.cmvm.pt>
- RHEE, Robert. J., “Corporate Short-Termism and Intertemporal Choice”, in *Washington Law Review*, Vol. 96, n.º 3, 2018, disponível em [https://openscholarship.wustl.edu/law\\_lawreview/vol96/iss3/2](https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol96/iss3/2)

- RIBEIRO, Maria de Fátima, “Sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira”, in *Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, Coimbra, 2007
- SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos, “Ações de Lealdade – A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI, n.º 2, Almedina, Coimbra, 2014
- TEIXEIRA, Ana Nunes, “A gestão dos fundos de capital de risco – Conflitos de interesses entre a entidade gestora e os participantes”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2018
- TRIUNFANTE, Armando Manuel, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos de Minoria Qualificada e Abuso de Direito*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004
  - *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004
  - *Código das Sociedades Comerciais – Anotado (Anotações a todos os preceitos alterados), Atualizado até ao Decreto-Lei n.º 8/2007, de 17 de Janeiro*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007